



## BUY(Maintain)

목표주가: 145,000원

주가(7/24): 95,300원

시가총액: 180,775억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/24)	2,101.45pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	131,000 원
등락률	-27.3%
수익률	절대 상대
1M	-0.1%
6M	-18.9%
1Y	-21.6%
	-1.0%
	-17.9%
	-15.3%

## Company Data

발행주식수	189,690 천주
일평균 거래량(3M)	273천주
외국인 지분율	14.2%
배당수익률(19E)	2.1%
BPS(19E)	1,296원
주요 주주	이재용 외 8인
	케이씨씨
	33.2%
	9.0%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	311,556	307,946	311,691	322,132
영업이익	11,039	8,543	9,709	10,779
EBITDA	15,670	13,506	14,672	15,741
세전이익	23,827	10,986	11,604	12,852
순이익	17,482	7,750	8,355	9,218
지배주주지분순이익	17,128	9,012	9,257	10,414
EPS(원)	10,460	5,495	5,644	6,352
증감률(%Y Y)	168.5	-47.5	2.7	12.5
PER(배)	10.1	17.3	16.9	15.0
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	15.5	16.3	14.5	12.9
영업이익률(%)	3.5	2.8	3.1	3.3
ROE(%)	8.1	4.4	4.3	4.6
순부채비율(%)	7.2	6.0	3.3	-0.4

## Price Trend



## ☑ 2Q19 실적 Review

## 삼성물산 (028260)

## 수주와 판결 소식을 기다려보자



〈장 후 실적발표〉 2분기 매출액 7조 9,720억원(YoY +0.6%, QoQ +8.4%), 영업이익 2,207억원(YoY -41.6%, QoQ +109.9%)을 기록해 시장기대치를 하회했습니다. 건설부문의 추가 원가 반영이 2분기로 마무리되고, 하반기에는 주요 원자재 가격 회복과 레저사업 성수기 진입, 바이오부문 정기 유지보수 영향 제거 등의 요인으로 실적개선이 가능할 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기부터는 실적 개선 가능할 전망

동사는 2분기 매출액 7조 9,720억원(YoY +0.6%, QoQ +8.4%), 영업이익 2,207억원(YoY -41.6%, QoQ +109.9%)을 기록해 시장기대치를 하회했다. 1) 호주 도로와 홍콩 지하철 등 일부 해외 현장의 공기지연 사유로 건설부문에서 추가 원가 약 500억원이 반영됐고, 2) 주요 원자재 가격 하락에 따른 마진 감소 등으로 상사부문 영업이익이 감소했으며, 3) 바이오 2공장의 정기 유지보수 영향 등으로 영업손실은 줄어들었지만 흑자 전환에는 성공하지 못했다. 건설부문의 추가 원가 반영이 2분기로 마무리되고(하반기 일부 환입도 가능할 전망), 하반기에는 주요 원자재 가격 회복과 레저사업 성수기 진입 등의 이유로 상저하고의 실적이 예상된다. 바이오부문 역시 정기 유지보수 영향이 사라지면서 실적개선이 가능할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 목표 대비 부진한 수주, 하반기 의미있는 반등 필요

상반기 신규수주는 2.5조원으로 연간 목표 11.7조원 대비 21%를 달성해 1분기에 이어 부진한 모습을 이어갔다. 이번 실적발표에서 하반기 수주 목표를 하이테크 2.5조원(연간 4조원), 빌딩 2.5조원, 인프라 1.5조원, 플랜트 2.5조원으로 제시했다. 입찰 규모를 감안한 숫자라고는 하지만, 남은 기간을 생각하면 공격적이라는 판단이다. 특히 당사는 다시 영업을 재개한 래미안의 신규수주 소식을 기다리고 있지만, 상반기에는 기존 프로젝트의 증액만 있을 뿐 아직 첫 수주 소식이 없는 상황이다. 계열사의 중장기 투자계획에 따라 하이테크 수주는 꽤 오랜기간 안정적인 수주를 유지할 수 있을 전망된다. 결국 동사의 의미있는 성장을 위해서는 올해 사업을 재개한 주택부문의 신규수주가 중요하다.

## &gt;&gt;&gt; 판결의 방향성 보다 매듭이 필요, 하반기 투자매력도 증가

예상보다도 규모는 컷지만 상반기까지 부진한 실적에 대해서는 예견돼 있었다. 따라서 현재 주가는 이에 대해 충분히 반영하고 있다고 보여진다. 하반기부터는 실적이 개선될 것으로 전망되며, 최근 2년간 부진했던 주택분양도 전년대비 70% 이상 증가한 9,000세대를 계획(상반기 누적 3,200세대 분양)하고 있어 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다. 기 발표한 3개년 배당정책에 이어 하반기에는 3개년 주주환원정책을 추가로 수립할 예정이다. 우려가 많았던 상반기가 지나고 투자매력도가 증가하는 하반기가 왔다. 다만, 여전히 국정농단 대법 상고심 판결과 삼성바이오로직스 분식회계 수사 결과가 투자 심리를 압박하고 있는 국면이다. 현재는 바이오로직스의 가치를 제외해도 저평가 국면이다. 판결의 방향보다는 불확실성 해소 차원에서 매듭짓는게 중요하다는 판단이다.

## 삼성물산 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	7,476	7,928	7,780	7,971	7,357	7,972	7,665	7,800	31,156	30,795	31,169
yoy(%)	11.5	8.3	3.8	2.7	-1.6	0.6	-1.5	-2.1	6.4	-1.2	1.2
건설	2,995	3,133	2,824	3,167	2,917	3,152	2,586	2,896	12,119	11,551	11,293
상사	3,329	3,547	3,790	3,447	3,271	3,565	3,821	3,462	14,113	14,119	14,509
파선	460	416	389	494	457	416	396	505	1,759	1,774	1,794
리조트	556	707	677	684	586	761	714	730	2,623	2,790	2,969
바이오	136	125	101	178	125	78	148	209	541	560	603
매출총이익률	12.4	13.4	12.7	12.7	11.1	11.2	12.5	13.7	12.8	12.1	12.4
영업이익	209	378	274	243	105	221	238	290	1,104	854	971
yoy(%)	52.3	50.9	30.4	-14.3	-49.7	-41.6	-13.1	19.5	25.3	-22.6	13.7
영업이익률(%)	2.8	4.8	3.5	3.0	1.4	2.8	3.1	3.7	3.5	2.8	3.1
건설	158	243	204	167	104	158	133	158	773	553	610
영업이익률(%)	5.3	7.8	7.2	5.3	3.6	5.0	5.2	5.4	6.4	4.8	5.4
상사	58	57	38	-6	32	27	41	14	146	114	117
영업이익률(%)	1.7	1.6	1.0	-0.2	1.0	0.8	1.1	0.4	1.0	0.8	0.8
파선	0	6	-18	38	7	10	-8	40	25	48	51
영업이익률(%)	-0.1	1.4	-4.6	7.7	1.4	2.4	-2.0	7.9	1.4	2.7	2.9
리조트	-8	60	51	43	-3	53	65	48	147	162	186
영업이익률(%)	-1.4	8.5	7.6	6.3	-0.5	7.0	9.0	6.5	5.6	5.8	6.3
바이오	2	12	-1	0	-35	-27	7	31	13	-23	7
영업이익률(%)	1.2	9.8	-1.0	0.0	-27.8	-34.6	5.0	15.0	2.4	-4.1	1.1
세전이익	491	447	386	1,058	350	278	242	229	2,383	1,099	1,160
순이익	376	332	236	805	222	207	174	172	1,748	775	835

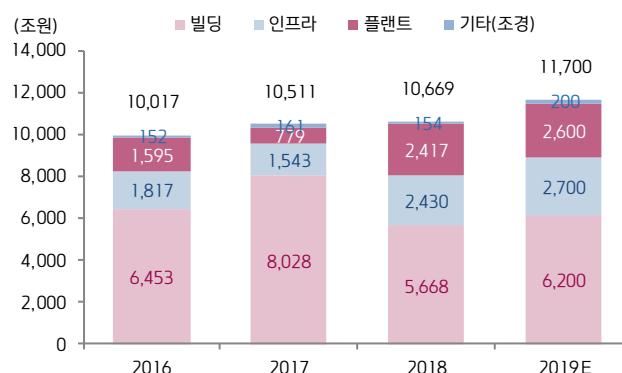
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 분기별 실적 Review

(십억원, IFRS 연결)	2Q18	1Q19	2Q19P		당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스
매출액	7,928	7,357	7,972	0.6%	8.4%	7,557	5.5%	7,752 2.8%
GPM	13.4%	11.1%	11.2%	-2.2%p	0.1%p	13.0%	-1.8%p	0.0% 11.2%p
영업이익	378	105	221	-41.6%	110.2%	285	-22.4%	249 -11.4%
OPM	4.8%	1.4%	2.8%	-2.0%p	1.3%p	3.8%	-1.0%p	3.2% -0.4%p
세전이익	447	350	278	-37.9%	-20.7%	354	-21.6%	304 -8.7%
순이익	332	222	207	-37.7%	-6.9%	266	-22.0%	237 -12.6%

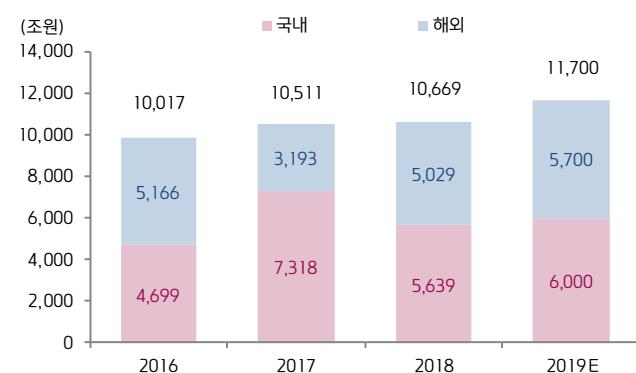
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 부문별 수주 추이 및 목표 현황



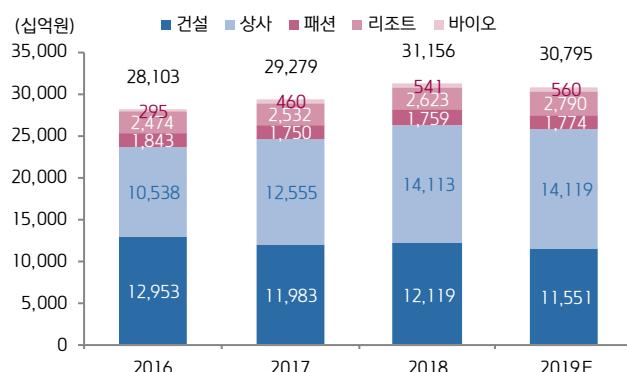
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 국내/해외 수주 추이 및 목표 현황



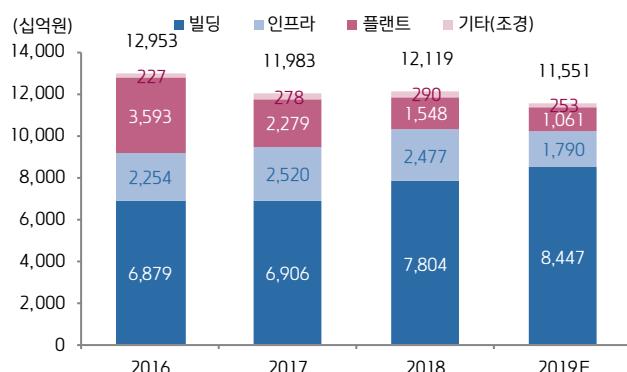
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 전사 매출 추이



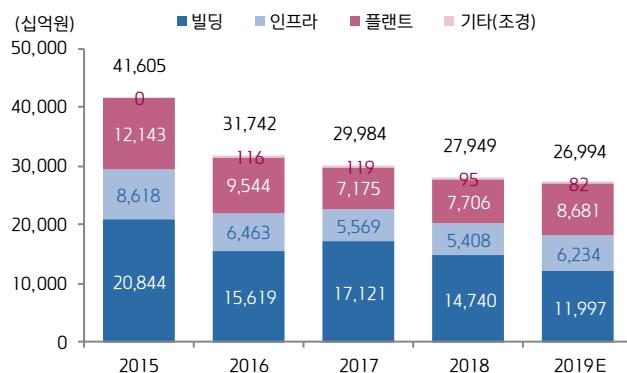
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 건설부문 매출 추이



자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 건설부문 수주잔고 추이



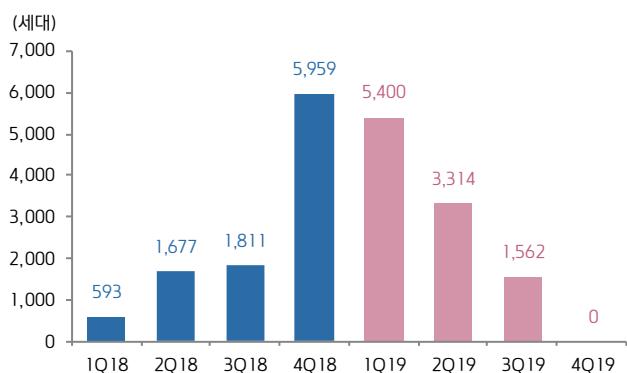
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 PBR band chart



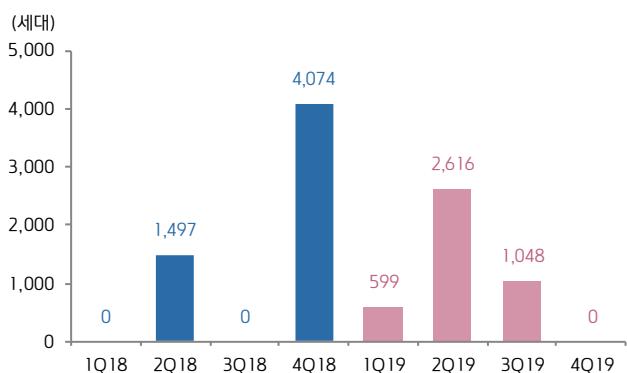
자료: 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Reps, 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: Reps, 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 2019년 신규 주택공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	공급세대수	일반분양 (특별분양 제외)	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼성물산	2	평촌 래미안 푸르지오	수도권	659	459	4,43:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼성물산	6	래미안 어반파크	광역시	1,360	948	13,03:1	전 타입 순위내 청약 마감(13,59:1)
삼성물산	12	신반포3	서울				
삼성물산	12	용두6	서울				
삼성물산	12	부산 거제2	광역시				
삼성물산	하반기	래미안 라클래시	서울				
삼성물산	하반기	이문1	서울				

자료: APT2you, 삼성물산, 키움증권

## 삼성물산 1분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 억원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약 잔액	진행률	미청구공사 (A)	공사미수금 (B)	A/완성 공사액	(A+B)/ 완성공사액
UAE 원전	2010-03-26	2020-12-31	32,147	3,987	87.6%				
사우디 Riyadh Metro	2013-10-30	2020-12-31	26,437	5,265	80.1%	32	223	0.1%	1.2%
베트남 SDC 모듈3동 신축공사	2016-05-01	2018-11-30	10,206	199	98.1%				
호주 Westconnex Stage2 (M5 Main Tunnel)	2015-11-20	2020-03-31	9,922	2,067	79.2%		26		0.3%
Malaysia KL118 Tower	2015-11-02	2020-12-31	9,389	6,393	31.9%	360		12.0%	12.0%
중국 X2-PJT	2017-07-18	2019-03-30	9,256	4,860	47.5%				
호주 Westconnex Stage 3 – Tunnel Pkg	2018-06-15	2023-06-30	8,631	8,221	4.8%				
캐나다 Site C	2015-12-18	2023-12-31	8,260	3,837	53.5%				
알제리 Mostaghanem	2014-02-19	2021-04-07	8,001	4,298	46.3%		82		2.2%
호주 Westconnex Stage 1b (M4 East)	2015-06-03	2019-03-01	7,830	269	96.6%				
인도 Mumbai DAICEC	2013-12-28	2018-12-31	7,123	1,184	83.4%		734		12.4%
싱가폴 Thomson East Coast Line T313	2016-03-17	2024-02-28	6,887	4,230	38.6%	370	83	13.9%	17.0%
싱가폴 Changi Airport Expansion Pkg. 1	2015-10-31	2019-12-31	6,824	1,147	83.2%		224		4.0%
알제리 Naama	2014-02-19	2020-02-04	6,793	1,132	83.3%		353		6.2%
싱가폴 North South Corridor N106	2017-11-27	2026-11-30	6,714	6,421	4.4%				
홍콩지하철SCLC1109	2012-08-01	2018-09-16	5,520	298	94.6%				
싱가폴, North South Corridor N107	2018-05-25	2026-11-30	5,000	4,900	2.0%				
모로코 ODI 인광석	2013-04-03	2018-07-31	4,769	124	97.4%				
홍콩, Tung Chung New Town 매립	2017-12-29	2024-07-27	4,709	4,009	14.9%				
싱가폴 Thomson East Coast Line T307	2015-11-20	2023-02-28	4,622	2,657	42.5%				
인도 Worli Mixed Use Project	2011-08-28	2019-09-30	4,334	1,265	70.8%				
Singapore State Courts Complex	2016-05-19	2019-05-27	3,713	1,280	65.5%				
사우디 Tadawul Tower PJT	2012-09-01	2020-12-28	3,162	1,866	41.0%				
합계				206,107	72,663	64.7%	761	1,727	0.6%
									1.9%

자료: 삼성물산, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	292,790	311,556	307,946	311,691	322,132
매출원가	256,270	271,703	270,581	273,138	281,872
매출총이익	36,521	39,853	37,365	38,553	40,260
매출총이익률(%)	12.5	12.8	12.1	12.4	12.5
판매비 및 일반관리비	27,708	28,814	28,822	28,843	29,481
영업이익	8,813	11,039	8,543	9,709	10,779
영업이익률(%)	3.0	3.5	2.8	3.1	3.3
영업외손익	-563	12,788	2,443	1,894	2,073
금융수익	2,204	2,542	2,563	2,933	3,336
금융원가	3,129	2,986	2,512	2,542	2,545
기타수익	10,834	21,529	11,488	11,237	11,319
기타비용	9,231	10,016	8,285	8,745	9,102
증속 및 관계 기업 관련 손익	-1,240	1,719	-810	-988	-935
법인세 차감전이익	8,250	23,827	10,986	11,604	12,852
법인세비용	3,439	6,345	3,237	3,249	3,633
당기순이익	4,811	17,482	7,750	8,355	9,218
순이익률(%)	1.6	5.6	2.5	2.7	2.9
지배주주지분 순이익	6,398	17,128	9,012	9,257	10,414
EBITDA	13,613	15,670	13,506	14,672	15,741
EBITDA margin (%)	4.6	5.0	4.4	4.7	4.9
NOPLAT	5,139	8,099	6,026	6,991	7,731
증감율(% YoY)					
매출액	4.2	6.4	-1.2	1.2	3.3
영업이익	531.6	25.3	-22.6	13.7	11.0
법인세 차감전이익	818.9	188.8	-53.9	5.6	10.8
당기순이익	2,208.3	263.4	-55.7	7.8	10.3
지배주주지분당기순이익	496.0	167.7	-47.4	2.7	12.5
EBITDA	113.0	15.1	-13.8	8.6	7.3
EPS	500.5	168.5	-47.5	2.7	12.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	13,124	16,784	8,878	16,246	18,497
당기순손익	4,811	17,482	7,750	8,355	9,218
감가상각비	4,800	4,631	4,963	4,963	4,963
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-1,598	-4,687	-7,337	-1,780	-1,552
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,716	987	-7,463	-519	-2,208
재고자산의 감소(증가)	-2,073	-1,536	13	-251	-588
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	240	-1,546	-1,772	398	1,665
기타	5,112	-643	3,503	4,709	5,868
투자활동현금흐름	2,799	1,678	-2,643	-5,300	-5,317
투자자산의 감소(증가)	-223	16,494	3,109	3,560	4,823
유형자산의 감소	730	1,847	753	1,110	1,237
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,780	-5,404	-5,678	-5,954	-5,679
무형자산의 감소(증가)	-55	-619	-324	-332	-425
기타	9,128	-10,641	-502	-3,684	-5,273
재무활동현금흐름	-11,167	-18,847	-7,323	-3,773	-3,763
차입금의 증가(감소)	-10,197	-15,452	-3,449	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-957	-3,410	-3,341	-3,339	-3,342
기타	-13	15	-533	-434	-421
현금 및 현금성자산의 증가	2,946	-896	-1,337	6,316	8,878
Gross Cash Flow	-9,740	25,800	12,934	18,524	16,603
(-) 운전자본증가(감소)	592	14,568	1,947	6,763	9,139
(-) 설비투자	6,780	5,404	5,678	5,954	5,679
(-) 기타 영업자산의 증가(감소)	494	-308	-543	333	-301
(+) 자산매각	675	1,228	429	777	812
Free Cash Flow	-16,931	7,365	6,281	6,250	2,898

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	122,914	136,713	139,223	150,298	167,545
현금 및 현금성자산	29,932	29,035	27,698	34,014	42,892
매출채권 및 기타 유동채권	62,051	63,603	65,942	66,461	68,669
재고자산	15,330	16,993	17,071	17,322	17,910
기타 유동자산	15,601	27,081	28,512	32,501	38,075
비유동자산	367,575	287,354	294,602	284,600	273,384
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	4,543	3,661	3,836	3,958	4,109
유형자산	49,859	50,244	50,261	50,143	49,622
무형자산	13,115	10,614	10,759	11,092	11,517
투자자산	296,719	217,973	224,822	214,449	203,056
기타 비유동자산	3,339	4,861	4,923	4,957	5,080
자산총계	490,489	424,067	433,825	434,897	440,929
유동부채	144,583	130,168	126,801	127,448	130,405
매입채무 및 기타 유동채무	46,917	51,941	51,419	51,817	53,482
단기 이자 발생 채입금	34,401	32,633	29,496	29,496	29,496
기타 유동부채	63,265	45,594	45,885	46,135	47,427
비유동부채	94,393	68,409	68,840	62,446	59,406
장기 매입채무 및 기타 비유동채무	783	1,001	946	953	984
장기 이자 발생 채입금	25,941	12,533	12,493	12,493	12,493
기타 비유동부채	67,670	54,874	55,401	49,000	45,928
부채총계	238,977	198,577	195,641	189,893	189,811
자본금		191	191	191	191
자본잉여금		104,683	104,689	104,689	104,689
이익잉여금		57,554	69,495	72,128	78,376
기타 자본		63,139	25,091	36,770	38,574
지배주주지분자본총계		225,568	199,466	213,779	221,830
자본총계		251,513	225,489	238,185	245,004
총 차입금		60,342	45,166	41,989	41,989
순 차입금		30,411	16,131	14,291	7,975
					-903

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,896	10,460	5,495	5,644	6,352
BPS	136,764	120,938	129,616	134,498	139,116
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
SPS	153,039	162,848	160,961	162,918	168,376
CPS	8,010	10,249	5,413	9,920	11,297
주가 배수(배)					
PER	32.3	10.1	17.3	16.9	15.0
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	21.8	15.5	16.3	14.5	12.9
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	15.7	10.3	17.6	9.6	8.4
배당수익률(%)					
1.6	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
배당성향(%)					
51.1	19.1	36.3	35.3	31.4	31.4
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	8.1	4.4	4.3	4.6
총자산이익률(ROA)	1.0	3.8	1.8	1.9	2.1
투자자본이익률(ROI)	-19.2	26.7	9.2	15.0	11.8
안정성(% 배)					
부채비율	95.0	88.1	82.1	77.5	75.6
순자금비율	12.1	7.2	6.0	3.3	-0.4
유동비율	85.0	105.0	109.8	117.9	128.5
이자 보상 배율	5.1	5.9	5.6	6.4	7.1
활동성(회)					
매출채권 회전율	4.5	5.0	4.8	4.7	4.8
재고자산 회전율	18.0	16.8	15.9	15.9	16.0
매입채무 회전율	5.4	5.5	5.2	5.3	5.4

## Compliance Notice

- 당사는 7월 24일 현재 '삼성물산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

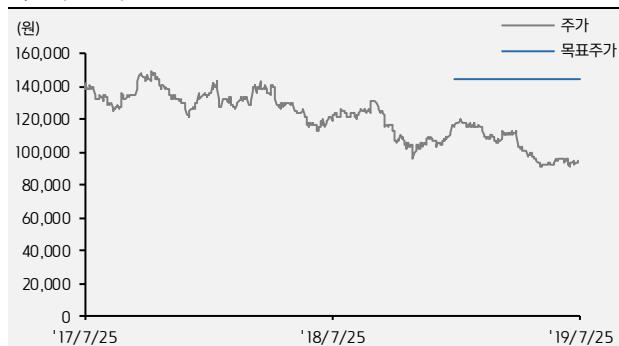
동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용할 수 없습니다. 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			평균 주가대비	최고 주가대비
				목표가격	대상 시점	괴리율(%)		
삼성물산 (028260)	2019/01/21	Buy(Initiate)	145,000원	6개월	-19.77	-18.97		
	2019/01/24	Buy(Maintain)	145,000원	6개월	-19.47	-17.24		
	2019/03/04	Buy(Maintain)	145,000원	6개월	-22.05	-17.24		
	2019/04/25	Buy(Maintain)	145,000원	6개월	-27.75	-17.24		
	2019/07/25	Buy(Maintain)	145,000원	6개월				

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%